

其它专用机械

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 宋怡桥

S0960112030043

010-63222547

songyiqiao@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 11.70 元

当前股价: 9.52 元

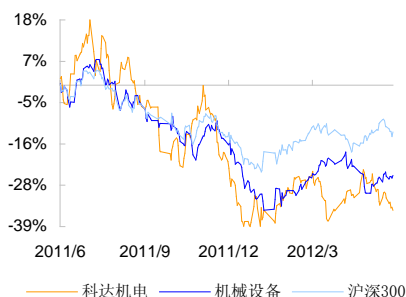
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2281.45
总股本(百万)	632
流通股本(百万)	607
流通市值(亿)	57
EPS	0.56
每股净资产(元)	3.16
资产负债率	52.46%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
科达机电	-10.44	-7.13	-13.02
机械设备	-7.28	-8.59	-9.20
沪深 300 指数	-7.12	-3.02	-0.15



科达机电

600499

推荐

向环境友好型建材生产装备的提供商转型

投资要点:

- 公司产品开始向环保型建材生产设备提供商转型。公司是国内最大的瓷砖生产设备制造商。主营业务包括陶瓷机械、石材机械、墙材机械、清洁煤气、液压泵等。公司 2011 年收入 24.9 亿元, 利润 3.48 亿元。其中传统陶瓷机械 11 年占总收入的 88%, 但行业限制导致发展缓慢。近年来公司以环保型建材生产设备为主线开拓了加气混凝土机械、清洁煤气等产品, 其销售将迅速增长, 到 15 年将占总收入的 40%。
- 公司收购新铭丰, 拓展加气混凝土生产设备市场。加气混凝土砖节能环保资源, 轻质保温, 为国家鼓励发展品种, 在有保暖要求的地区可节约墙体造价 30%, 预计今后其生产设备市场年均 130 亿元。公司收购的新铭丰为国内技术领先的加气混凝土设备提供商之一, 公司整合新铭丰的产品和公司自身建材行业营销网络, 预计 2012 年销售加气混凝土设备 4 亿元以上, 远期将达到 20 亿元以上。
- 公司清洁煤气炉商业模式由“只卖气不卖炉”改为“卖炉为主”。公司清洁煤气炉可以大量减少有害气体排放, 提高能量利用效率 15% 以上, 年节约燃料费用 200 万元以上。公司前期“建炉卖气”的商业模式进展不理想, 现在改为卖炉为主。清洁煤气炉国内远期市场每年 1000 台以上, 在节能效益和国家补贴的推动下近期有望启动。预计今年公司销售 3-5 台, 收入 6 千万到 1 亿; 远期公司产能将达每年 100 台。
- 发展高端液压泵, 进军工程机械零部件市场。公司集多年维修再制造德国液压泵的经验, 推出高端柱塞式液压泵, 性能全面达到进口水平而价格仅为一般。公司液压泵已经全面应用于世界三大陶瓷压机企业, 质量稳定可靠。现产品已送交山河智能小挖上试用, 有望进入工程机械领域。预计 12 年将销售 2000 台以上, 收入 4000 万元; 远期产能将达 2 万台, 产值 4 亿元以上。
- 目标价格 11.70 元, 给予推荐评级。预测 12 年到 14 年 EPS 分别为: 0.39、0.51、0.61 元。虽然 11 年公司 EPS 为 0.56 元, 但扣除出售天江药业股权的投资收益后 EPS 约为 0.26 元, 对应 PE 为 37。按 11 年 0.26 元 EPS 计算, 11-14 年复合增长率为 33%, 给予公司 12、13 和 14 年 30、23 和 19 倍 PE, 目标价格 11.70 元。

风险提示: 墙材生产线销售未达预期, 液压泵性能测试未达预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2493	2890	3429	4007
收入同比(%)	21%	16%	19%	17%
归属母公司净利润	356	245	319	384
净利润同比(%)	48%	-31%	30%	20%
毛利率(%)	18.8%	21.5%	22.0%	22.2%
ROE(%)	17.9%	11.3%	12.8%	13.7%
每股收益(元)	0.56	0.39	0.51	0.61
P/E	18.12	26.32	20.21	16.79
P/B	3.23	2.97	2.59	2.29
EV/EBITDA	13	17	14	12

资料来源: 中投证券研究所

目 录

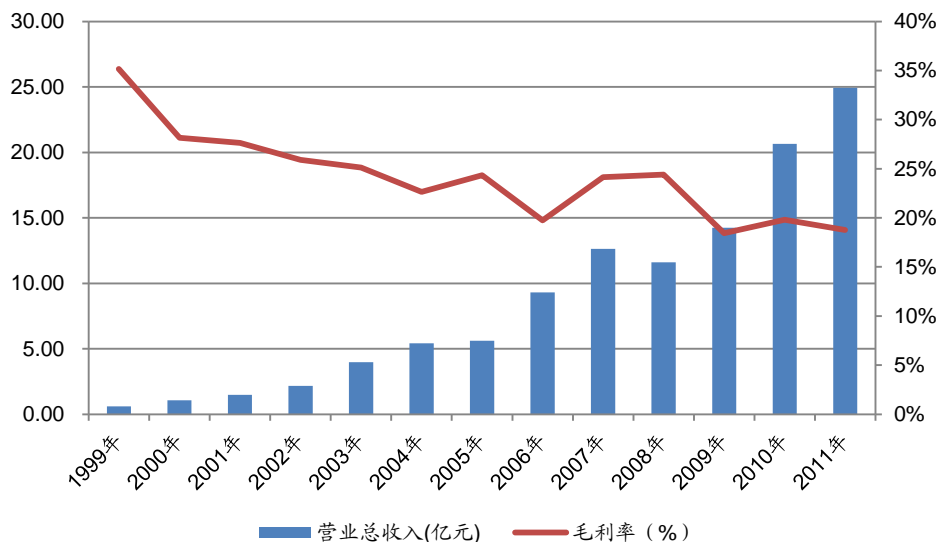
一、转型之旅：从传统瓷砖生产设备到环保节能建材生产设备	3
二、转型压力：传统瓷砖生产机械市场面临天花板	4
三、转型方向之一：加气混凝土砖生产设备	5
3.1 加气混凝土是国家支持的环保建材，将替代传统粘土砖	5
3.2 替代粘土砖的成本障碍已经逐渐清除，节能效应已很好体现	6
3.3 我国加气混凝土砖的行业现状和展望	6
3.4 公司收购新铭丰进军加气混凝土设备生产领域	7
四、转型方向之二：清洁煤气炉业务改“供气”为“卖炉”	8
4.1 清洁煤气炉可以提高效率，节约用煤，降低污染排放	8
4.2 清洁煤气业务由卖气模式改为卖设备模式	8
4.3 清洁煤气炉市场空间展望	9
五、转型方向之三：进军工程机械零部件市场，替代进口高档液压泵	10
5.1 公司研发的柱塞式液压泵面向高端市场进口替代	10
5.2 液压泵进军工程机械领域，未来空间广阔	11
六、盈利预测与投资建议：推荐	11

一、转型之旅：从传统瓷砖生产设备到环保节能建材生产

设备

公司是国内最大的瓷砖生产设备制造商。主营业务包括括陶瓷机械、石材机械、墙材机械、清洁煤气、液压件等。公司 2011 年收入 24.9 亿元，利润 3.48 亿元。

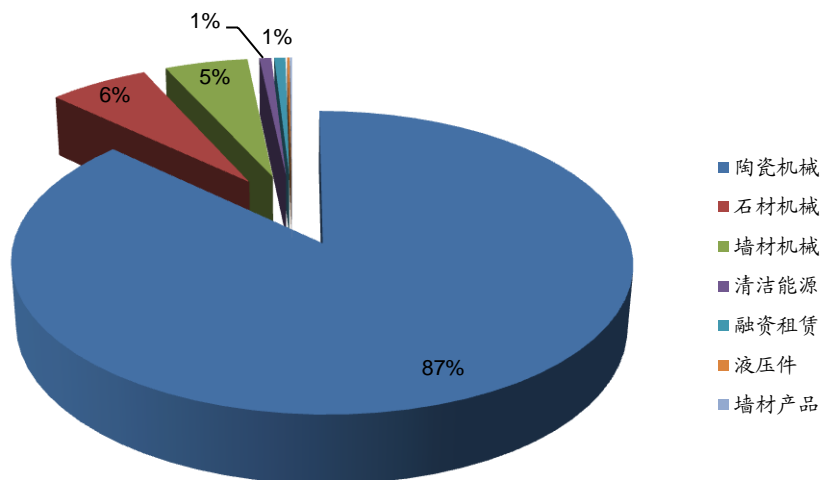
图 1 公司历年收入和毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司主要产品是瓷砖生产机械，约占总收入的 90% 以上。近年来公司又开拓多个产品线，主要以环保节能的建材生产机械为主攻方向，包括新型墙材机械，清洁煤气等产品。新产品近年来所占比重逐年增大，2011 年约占营业收入的 12%。

图 2 公司历年收入和毛利率

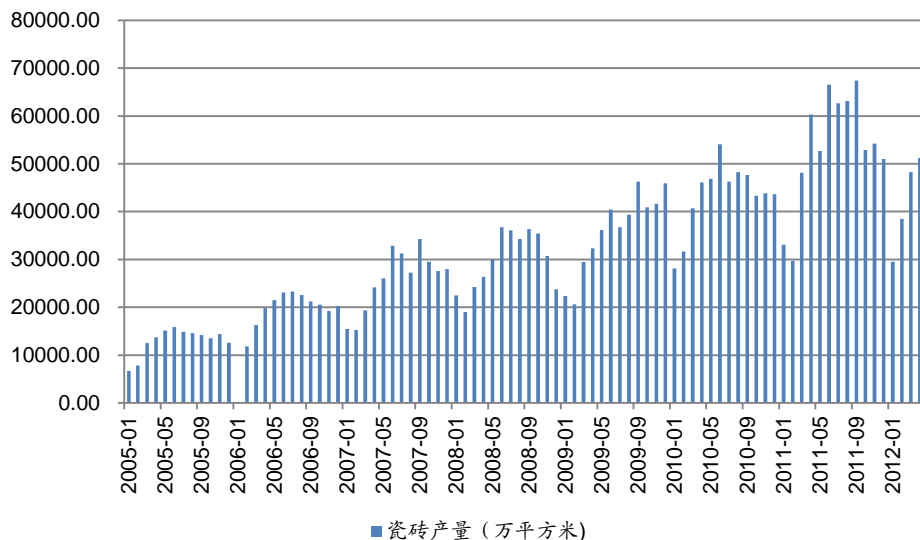


资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、转型压力：传统瓷砖生产机械市场面临天花板

近十年来，随着我国房地产业的迅速发展，市场对陶瓷机械需求大增，公司销售收入也迅速增长。

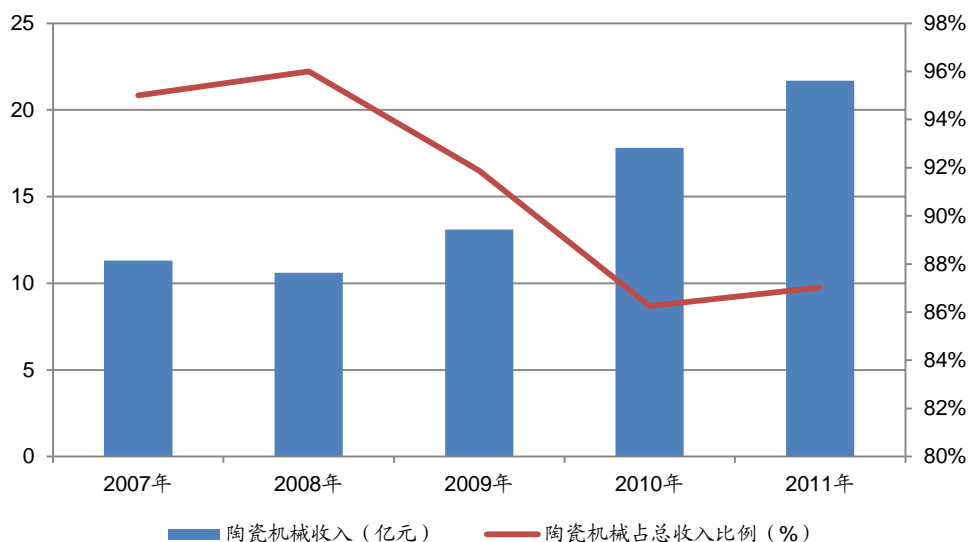
图 3 我国瓷砖生产量



资料来源：公司公告、中投证券研究所

尤其是国家四万亿投资后，国内房地产市场的迅速拉动带来公司业绩爆发。同时也由于四万亿的不可持续性，导致 2012 年后由于基数较高而公司陶瓷机械业务增长空间不大，甚至面临投资刺激退出后带来的市场萎缩。

图 4 公司瓷砖生产机械收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

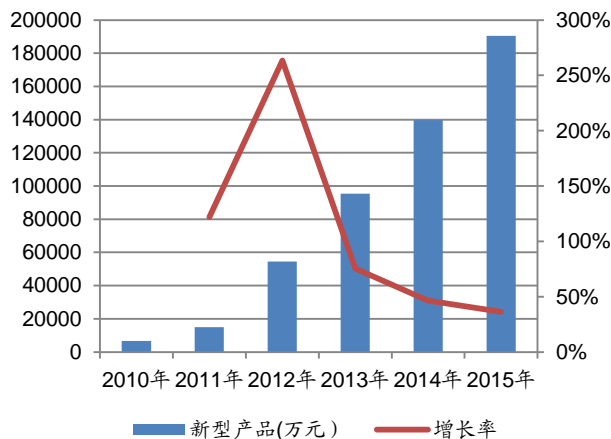
公司为了应对发展瓶颈，从 2007 年开始就瞄准建材生产企业节能环保的发展趋势，以国家环保政策为大方向，在建材生产机械产业链上下拓展，主要发展加气混凝土砖生产设备、陶瓷废渣生产高档透水砖成套工艺设备等产品。

公司开发了清洁煤气发生炉，为建材，玻璃，冶金等行业提供清洁的水煤气来源，减少酚水排放。公司横向兼并了充气混凝土砖生产企业，发展国家大力支持的充气混凝土新型墙材生产设备。公司还开发了利用废渣废陶等生产透水砖的生产线，可以变废为宝节约资源，受到国家政策支持。

另外公司依托陶瓷压力机生产过程中使用和维修液压泵的经验，向产业链上游延伸，涉足液压泵生产领域，推出 A4VSO 系列高性能液压泵。目前开始供给客户试用，产品正在成熟过程中。

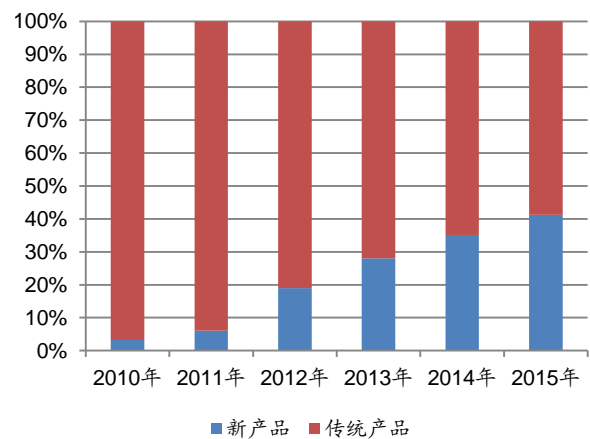
预计近几年以上列出的各种新产品销售总收入将迅速增长。预计到 2015 年达到 18 亿元，占总收入比重达到 40% 以上。

图 5 公司新型产品总收入增长趋势



资料来源：中投证券研究所

图 6 公司新产品和传统产品的占比变化趋势



资料来源：中投证券研究所

三、转型方向之一：加气混凝土砖生产设备

总体来说，公司收购新铭丰后，借国家推广节能环保的新型墙材的东风，瞄准加气混凝土砖生产设备市场。

3.1 加气混凝土是国家支持的环保建材，将替代传统粘土砖

加气混凝土砖是使用铝粉等添加剂使煤渣、矿渣和水泥在成形过程中发泡，形成轻质保温的建筑材料，是传统粘土砖的替代产品，是典型的废物回收和循环利用产业，符合国家环保低碳政策支持的发展方向。具体讲，在生产和使用环节都很很好的环保属性。

生产环节：由于其原料是矿渣煤灰等工业废弃物，切生产过程不需要焚烧，每生产 1 万立方米产品可消纳粉煤灰 0.45 万吨，减少烧砖毁田 5 亩，减少粉煤灰堆放场地 2.4 亩，节约生产能耗 257 吨标煤，减少二氧化碳排放 536 吨，减少二氧化硫排放 4 吨；

使用环节：由于其保温隔热效果好，重量轻，每 1 万立方米加气混凝土用于建筑，每年节约采暖能耗 210 吨标煤，减少二氧化碳排放 435 吨，减少二氧化硫排放 2.27 吨，具有节能、利废、环保和提高资源利用率等优势，是符合循环经济要求的新型建筑材料。

安全性: 加气混凝土墙不需要额外保温材料。而市场现有墙体保温材料阻燃性差, 上海 11.15 大火和央视配楼大火就是由于保温材料着火引起, 如果换用加气混凝土建造, 就不会引发如此悲剧。

3.2 替代粘土砖的成本障碍已经逐渐清除, 节能效应已很好体现

替代障碍主要来自简易墙体制造过程中粘土砖的成本优势。由于加气混凝土砖的造价高于粘土砖, 且需要特殊水泥砂浆做面接剂, 所以单做墙体, 每平方米加气混凝土砖墙总体造价高约 20%。

但是当建筑有保温需求的情况下加气混凝土砖墙造价比粘土砖墙低 50%。加气混凝土砖不需要额外的保温措施, 而粘土砖需要另加大量保温砂浆, 而保温砂浆成本较高, 增加保温砂浆后粘土砖墙造价高出加气混凝土砖墙 50%。

由于加气混凝土砖重量为粘土砖 1/3, 可以减轻建筑自重, 降低对框架结构的设计要求 5-7%, 将降低建筑物框架成本, 尤其是高层建筑尤其明显。

另外在国家政策调控下, 使用粘土砖在很多地方要缴纳墙材基金, 而加气混凝土砖没有任何额外费用, 这也带来成本优势。

表 1 加气混凝土砖墙和普通粘土砖墙造价对比

序号	项目	加气混凝土砌块墙体 (元/m ²)	粘土砖砌块墙体 (元/m ²)
1.	砌筑墙体	65.55	55.08
2.	界面剂 (加气块墙按双面计粘土空心砖墙按单面计)	9.12	3.2
3.	抹面砂浆 (加气砼墙用掺聚丙烯纤维的专用砂浆, 空心砖墙用普通水泥砂浆)	26.32	24.02
4.	30 厚聚苯颗粒保温砂浆 (含玻纤网格布和抗裂砂浆)	0	71.81
5.	合计	100.99	154.11

资料来源: 中投证券研究所整理

3.3 我国加气混凝土砖的行业现状和展望

行业总体情况与展望:

全国已建成生产企业约 800 家, 2010 年总设计产能超过 6500 万立方米, 占目前墙体材料产量的 4.5%, 但实际产量占墙体材料产量的 2.5%。德国的比例为 12%, 加气混凝土砖对粘土砖的替代空间是很大的。国家要求 2010 年后所有城市禁止使用黏土砖, 新型墙体材料占 55%, 全国实心黏土砖产量控制在 4000 亿块标准砖以下的目标, 虽然现在执行力度有一定问题, 但是大方向看前景良好。

按照 2015 年加气混凝土砖占比达到 12% 的比例算, 需要增加产能 1.1 亿立方米, 每年增加产能 2200 万立方米, 按 10 万立方米每条线计算, 每年需要生产线 220 条。按每条生产线 6000 万元计算, 市场规模达到每年 130 亿元。

加气混凝土砖生产设备制造商概况:

核心设备之一的切割机:国内最早,最大的切割机生产商是常州天元机械制造有限公司,其产品是仿德国伊通的空中翻转式切割机,由常州建材研究设计所和北京建都设计院在伊通的技术基础上设计,常州天元制造。

核心设备之二的蒸压釜:引进德国技术,以常州锅炉有限公司为主的生产企业,已形成了自主知识产权,不仅满足国内市场的需求,也大量行销国外。

另外,为了满足加气混凝土生产工艺的要求,常州建材研究设计所等开发研制了气泡消泡机、液压切割输送机构(液压行车)、空翻去底等工艺设备,完善了加气混凝土专用工艺设备,形成了我国特有的加气混凝土装备系列。

公司收购的芜湖新铭丰结合我国加气混凝土的发展要求,大量吸收国外关于切割机和蒸压釜的新技术,产品特点是自动化水平国内最高,成线配套最好,产出效率较普通设备高,质量稳定。

3.4 公司收购新铭丰进军加气混凝土设备生产领域

新铭丰概况:

新铭丰公司是一家集加气混凝土技术研发、加气混凝土专业装备设计、制造及安装、工程项目管理、运营管理咨询为一体的高新技术企业。新铭丰公司可以对客户提供从工艺设计、设备制作、设备安装、工程项目管理到整线调试出产品、运营管理咨询等全方位、一条龙、全过程跟踪服务。

新铭丰公司主营业务为不同产量的加气混凝土生产线的设计、制造及销售。加气混凝土整条生产线的设备包括专用设备和通用设备,新铭丰公司通过自产及外协的方式制造专用设备,并搭配外购或客户自行外购的通用设备,公司还负责整线安装调试及工程项目管理。根据中国加气混凝土协会统计,全国加气混凝土装备通常专用设备价值占整线价值的 30%左右。新铭丰公司由于专业设备型号齐全且自动化程度高,专用设备价值占整线价值接近 50%。

新铭丰公司销售年产 15~18 万立方米、20~25 万立方米、25~30 万立方米、30~35 万立方米、40 万立方米等不同产量的加气混凝土生产线并生产制作相应的专业设备。

2012 年估计新铭丰年产值约 4 亿元,公司将自身建材行业的销售网络和新铭丰的优质产品相结合,加大其市场推广力度,预计 2013 产值做到 5 亿元,毛利率达到 30%,净利润 4500 万元。2015 年做到产值 10 亿元,净利润 1 亿元。

收购交易细节:

新铭丰公司经审计的账面净资产为 4855.40 万元;收益法评估后净资产为 3.25 亿元,评估增值 2.77 亿元,增值率为 570.20%。根据《发行股份及支付现金购买资产协议》,标的资产作价为 3.1 亿元。

新铭丰 2011 年营业收入 1.7 亿元,毛利率 30%,净利润 3265 万元。经营性现金流入 2557 万元,投资性现金流出 1287 万元,筹资性现金流出 2.3 万元。净现金流入 1329 万元。

科达机电向新铭丰原股东沈晓鹤等 5 名自然人发行股份 1965.48 万股,价格不低于 10.43 元/股,以支付标的资产对价款 2.05 亿元。另以现金的方式支付标的资产对价款 1.05 亿元,其中 6800 万元资金来源于向其他不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金,3700 万元资金为公司自有资金。

四、转型方向之二：清洁煤气炉业务改“供气”为“卖炉”

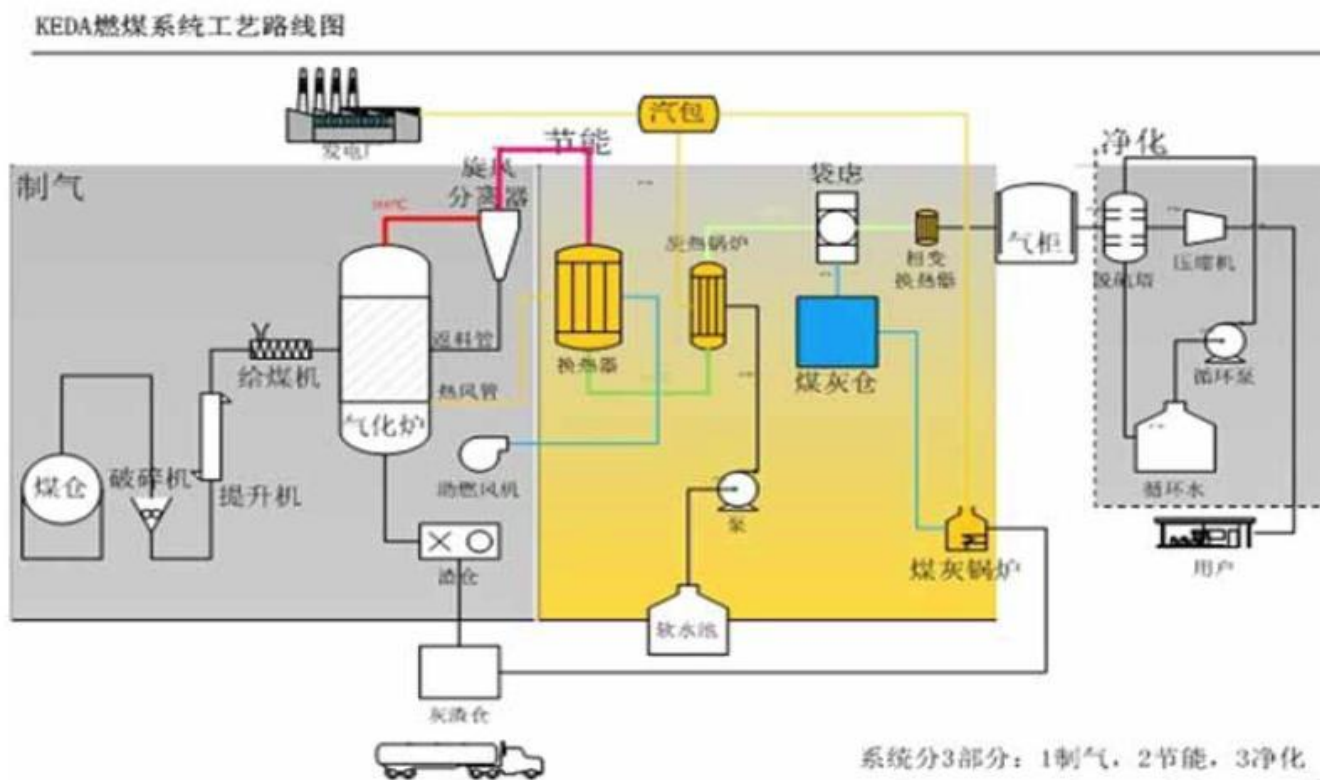
总体来说，公司转化了清洁煤气炉业务的商业模式，放弃以供气为主的模式，回归以卖设备为主的模式。

4.1 清洁煤气炉可以提高效率，节约用煤，降低污染排放

科达清洁煤气化技术是燃烧领域的先进技术，具有完全的自主产权，和同类产品相比排放更低、能效更高。应用该技术将获得 20%以上能源节省。按每小时供气量 20 万方的试验数据推算，年节约标煤 5.56 万吨，相当于节能 16%，折合成现价达 4450 万元。如果按 1 台每小时 1 万方的炉子计算，相当于每台炉子比传统水煤气炉运行，年节约成本 223 万元。

公司清洁煤气炉环保性能也很好，气化系统在生产过程中不排放有害物质，小于 10mg 的粉尘排放可与办公室空气媲美，二次脱硫使 SO₂ 的排放小于 100mg。一台科达 KJFL10 型清洁煤气化系统每小时可提供 10000 立方米的清洁煤气，相当于每小时提供 1650 立方米的天然气。

图 7 公司清洁煤气工艺流程图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2 清洁煤气业务由卖气模式改为卖设备模式

前期公司以卖气为主:

公司清洁煤气业务原计划采用公司在下游客户聚集区域（主要是陶瓷、冶金、化工园区）设立供气工厂，公司自筹资金修建清洁煤气炉，和当地燃气公司合作，输送水煤气给用气单位。公司不卖设备只卖煤气。

按照这样的模式，公司已经成立 7 家清洁能源子公司，累计建成 9 座新型清洁煤气化炉。其中湖南 3 座已拆除；江西、临沂各 2 座停用；峨眉山 2 座虽在使用，预计要到 2012 年才能扭亏为盈；宜兴项目没有进展；沈阳修建 20 座清洁煤气炉。

卖气为主的模式遭遇困难:

第一是客户方面不太接受这种模式。在当前环保要求不严格的情况下，客户只需要投入 300 万左右就能够建一个普通的水煤气生产炉来满足自己生产，成本较低；而煤气对下游企业来说是最重要的生产原料，所以客户不愿意将供气直接受制于人。

第二是政策层面的问题。因为作为供气商，需要国家发放许可证牌照，公司作为民营企业，没有资质去申领牌照，所以公司作为示范工程的供气项目都是和当地燃气公司合作，存在投资主体和收益分配方面的问题。

第三是对于公司本身来说，以公司建炉卖气的模式，成本回收期太长，约 3-4 年左右，占用公司太多资本，不利于提高公司盈利能力。

卖气为主的模式发展现状:

前期公司对清洁煤气炉市场的调研中也认识到企业直接购买设备的动力不强，所以当时的商业模式是公司建设煤气炉，为企业供气，靠卖气为收入来源。公司在四川峨眉山的供气项目一直运营良好，预计今年可以基本覆盖成本。

沈阳项目是公司和沈阳燃气公司合资成立，分别占 65% 和 35% 的股权，投产 20 座清洁煤气化炉，为工业园区供气。公司在沈阳的煤气炉项目今年应该能够点火运营，现阶段阻碍沈阳项目点火的主要是当地基础设施建设进度拖后，尤其是园区的高压输电工程的进度一拖再拖导致公司的煤气炉点火计划受阻。公司预计今年下半年沈阳项目能够点火运营。公司将清洁煤气出售给沈阳燃气公司，再由燃气公司向园区供气（卖气）。虽然卖气收益转让给沈阳燃气公司，但沈阳科达可以快速回拢资金，避开下游行业波动，同时使清洁煤气化炉毛利率保持在 20% 左右。

4.3 清洁煤气炉市场空间展望

清洁煤气炉下游很广阔，广泛应用于玻璃、陶瓷、冶金、建材等行业，存量有近 10000 台，按 10 年使用期计算，每年替换量为 1000 台。公司产品的主打特点是环保，定位是对现有煤气炉进行替换，得到了国家政策的支持。

清洁煤气炉的替换产品是天然气，但是由于我国缺乏天然气，且能源改革深入推进中，天然气价格面临上涨，为公司产品留出了空间。

清洁煤气炉市场推广的主要问题是造价问题。单台煤气炉价格较高，达到 2000 万元左右，而传统煤气炉价格 300 万元左右，而使用清洁煤气炉带来的环保收益对企业来说并不直接提升效益，所以企业缺乏上清洁煤气炉的动力。国家在此环节

虽有补贴，但是对于每台清洁煤气炉补贴金额只有 300 万元左右，政策鼓励力度不够大。

综合考虑造价，补贴，环保效应和每台每年 223 万元的能源节约效应，可行的模式是工业园区几家企业合作修建一个清洁煤气供应站。现在公司收到购买意向有 10 来台，其中佛山本地有两台，都为几个用气工厂联合建设项目。预计今年清洁煤气炉销售 3-5 台，收入 1 亿元，毛利 20%。公司产能 100 台每年，而随着国家环保政策执行力度加大，未来每年 1000 台的存量替换市场将给公司较大的成长空间。

另外现在已建成的煤气供应工厂的煤气销售情况如下：公司将继续运营峨眉山项目和沈阳项目，预计今年沈阳项目将达产供气，相关销售收入将达到 1 亿元，盈利将有所改善，结束前两年供气业务连续亏损的局面。

五、转型方向之三：进军工程机械零部件市场，替代进口

高档液压泵

总体来说，公司瞄准国内液压泵国产化趋势，推出高压、重载 A4VSO 系列液压柱塞泵，并交由山河智能的小挖试用，未来进军工程机械市场可期。

5.1 公司研发的柱塞式液压泵面向高端市场进口替代

公司的液压泵产品为柱塞式重载液压泵。柱塞式液压泵是高端产品，平均单价高于齿轮式和叶片式。主要应用于钢铁冶金、锻压、陶瓷、耐材、铁路盾构、水利水电、工程机械、石油化工、船舶、军工等行业。

表 2 2009 年国产液压泵产量和单价情况

名称	产量（台）	平均单价（元）	产值（万元）
齿轮式	2029193	473	96034
叶片式	1495511	459	68699
柱塞式	117762	5435	64014

资料来源：中国机械工业年鉴（2009）、中投证券研究所

公司产品属于高端柱塞式液压泵，单价较国内其他柱塞泵高 3 倍。公司生产的重载 A4VSO 系列有 KD-A4VSO40、71、125、180、250、300、355 泵并批量应用。平均单价 2 万元左右，而国产其柱塞式液压泵平均单价 5000 元。

公司的液压泵发展路径是维修到仿制到创新。公司仿制的目标是德国力士乐的 A4VSO 系列。公司液压泵项目核心工程师具有十余年维修和再制造经验，先后维修了 5000 余台德国 A4VSO 液压泵的经验。后来经过研发推出了 KD-A4VSO 系列产品。

公司产品性能和国外相当，但价格为国外产品一半，在陶机领域开始进口替代。公司全面掌握 A4VSO 液压泵核心技术，大部分零部件都由公司自主生产，外协部分占总成本不到 10%。技术指标达到了国际水平，但价格为国外产品的 50%。公司产品成为国内首家通过世界一流压机制造商认可的企业，为世界三大陶瓷压机制造商提供长期服务和配套，全面实现替代进口。

5.2 液压泵进军工程机械领域，未来空间广阔

现阶段已经将泵提供给山河智能，用于小型挖掘机产品上，预计 3 个月后会由山河智能提供试用报告，如果效果好，将带来订货。山河智能小挖一年产量在 5000 台以上，每台用一个泵，山河智能的认可将给公司带来一定的订单。

和国内最大的液压泵渠道商北京华德合作，通过华德推广市场。预计今年华德带来销量 1000 台左右。（注：华德占国内渠道 4.5%，是最大渠道商。在液压元器件核心动力部分，华德拥有 A2F、A6V、A7V、A8V 四大系列液压柱塞泵，而泵中之王 A4V 系列产品是其空白，现在科达机电提供的 A4VSO 填补了这个空白）

公司规划产能为 2 万台，预计明年产品开始放量，当年销售 5000 台以上，收入 1 亿元以上，毛利 50%。长期来看，公司看好液压泵市场，远期收入能够到 5 亿元以上。

六、盈利预测与投资建议：推荐

表 3 公司各项主营业务预测汇总

产品类别		2011A	2012E	2013E	2014E
陶瓷机械	销售额（万）	216896	216896	227740	239128
	增长率	21.8%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
石材机械	销售额（万）	15364	15364	16901	18591
	增长率	-28.9%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%
墙材机械	销售额（万）	12782	42180	75925	113887
	增长率	177.1%	230.0%	80.0%	50.0%
	毛利率	5.9%	30.0%	29.0%	28.0%
清洁能源	销售额（万）	1838	8270	11579	13894
	增长率	-14.0%	350.0%	40.0%	20.0%
	毛利率	-36.3%	18.0%	19.0%	20.0%
液压泵	销售额（万）	362	3983	7966	11948
	增长率		1000.0%	100.0%	50.0%
	毛利率	18.3%	12.0%	12.0%	12.0%
总计	销售额（万）	247242	286694	340110	397448
	增长率	19.8%	16.0%	18.6%	16.9%
	毛利率	18.6%	21.3%	21.8%	22.1%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

其中陶瓷机械和石材机械 12 年相对于 11 年增长都为 0，这是基于前段时间房地产调控持续收紧的影响。但是国家当前已经开始放松投资，预计房地产开发也将触底反弹，在此预期下预计这两种产品 13 年起将有 10% 的增长。墙材设备方面，整合新铭丰后，公司利用原有陶瓷机械的销售渠道和客户群推广加气混凝土砖生产设备，预计今年能够达到 4 亿元以上产值。清洁煤气炉现在有订单 4 台左右，意向购买有 10 台左右，预计今年能够销售 8000 万。液压泵通过预计销售 2000 台左右，按照 2 万元一台算，将达到 4000 万元销售额。

对于盈利预测，我们建立在如下假设基础上。营业费用保持稳定，约占销售收入 4% 左右。管理费用保持稳定，约占收入 6%。12 公司投资收益按保守情况估

计为一季报公布的 800 万元，13、14 年为零。由于公司拥有高新企业认证，继续保持约 15% 的实际税率。

表 4 公司未来三年盈利预测（百万元）

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2493	2890	3429	4007
营业成本	2025	2269	2675	3116
营业税金及附加	17	19	22	25
营业费用	110	120	143	170
管理费用	168	185	217	250
财务费用	14	31	10	1
资产减值损失	1	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	281	8	0	0
营业利润	439	272	359	443
营业外收入	25	37	41	34
营业外支出	47	24	28	30
利润总额	417	285	372	447
所得税	68	41	56	67
净利润	349	243	316	381
少数股东损益	-7	-2	-4	-4
归属母公司净利润	356	245	319	384
EBITDA	522	397	503	573
EPS（元）	0.56	0.39	0.51	0.61

资料来源：中投证券研究所

预测 12 年到 14 年净利润为 2.43 亿元、3.16 亿元、3.83 亿元。12 年到 14 年 EPS 分别为：0.39、0.51、0.61 元，对应 PE 为 25、20、16 倍。鉴于 11 年公司 PE 虽为 18 倍，但若扣除出售天江药业的投资收益后 EPS 约为 0.26 元，对应 PE 为 37。按 11 年 0.26 元 EPS 计算，11-14 年复合增长率为 33%，我们给予公司 12、13 和 14 年 30、23 和 19 倍 PE，目标价格 11.7 元。

风险提示：墙材生产线销售未达预期，液压泵性能测试未达预期。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2709	3312	4235	5293
现金	795	2020	2676	3488
应收账款	214	288	336	388
其他应收款	26	23	25	31
预付账款	92	93	114	131
存货	830	849	1033	1191
其他流动资产	751	39	51	64
非流动资产	1997	1736	1593	1465
长期投资	79	79	79	79
固定资产	719	1166	1052	938
无形资产	289	285	265	250
其他非流动资产	911	206	197	199
资产总计	4706	5048	5828	6758
流动负债	2005	1930	2126	2478
短期借款	285	214	229	233
应付账款	536	570	690	879
其他流动负债	1183	1146	1208	1366
非流动负债	464	704	972	1232
长期借款	415	659	927	1187
其他非流动负债	49	45	45	46
负债合计	2468	2634	3098	3710
少数股东权益	242	241	237	233
股本	632	632	632	632
资本公积	395	395	395	395
留存收益	965	1147	1466	1788
归属母公司股东权益	1995	2173	2493	2815
负债和股东权益	4706	5048	5828	6758

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-2	653	342	626
净利润	349	243	316	381
折旧摊销	69	93	134	129
财务费用	14	31	10	1
投资损失	-281	-8	0	0
营运资金变动	-196	308	-132	111
其他经营现金流	43	-15	14	4
投资活动现金流	-195	617	0	0
资本支出	458	0	0	0
长期投资	286	0	0	0
其他投资现金流	548	617	0	0
筹资活动现金流	74	-45	313	187
短期借款	125	-71	15	5
长期借款	316	244	268	260
普通股增加	34	0	0	0
资本公积增加	178	0	0	0
其他筹资现金流	-579	-218	31	-77
现金净增加额	-126	1225	656	813

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2493	2890	3429	4007
营业成本	2025	2269	2675	3116
营业税金及附加	17	19	22	25
营业费用	110	120	143	170
管理费用	168	185	217	250
财务费用	14	31	10	1
资产减值损失	1	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	281	8	0	0
营业利润	439	272	359	443
营业外收入	25	37	41	34
营业外支出	47	24	28	30
利润总额	417	285	372	447
所得税	68	41	56	67
净利润	349	243	316	381
少数股东损益	-7	-2	-4	-4
归属母公司净利润	356	245	319	384
EBITDA	522	397	503	573
EPS (元)	0.56	0.39	0.51	0.61

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	20.7%	16.0%	18.6%	16.9%
营业利润	102.6	-38.0%	31.9%	23.4%
归属于母公司净利润	47.8%	-31.1%	30.2%	20.4%
获利能力				
毛利率	18.8%	21.5%	22.0%	22.2%
净利率	14.3%	8.5%	9.3%	9.6%
ROE	17.9%	11.3%	12.8%	13.7%
ROIC	20.3%	17.8%	21.6%	31.3%
偿债能力				
资产负债率	52.5%	52.2%	53.2%	54.9%
净负债比率	43.36	42.52%	46.59	45.66%
流动比率	1.35	1.72	1.99	2.14
速动比率	0.94	1.28	1.51	1.66
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.59	0.63	0.64
应收账款周转率	10	10	10	10
应付账款周转率	4.21	4.10	4.25	3.97
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.39	0.51	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	1.03	0.54	0.99
每股净资产(最新摊薄)	3.54	3.82	4.32	4.82
估值比率				
P/E	18.12	26.32	20.21	16.79
P/B	3.23	2.97	2.59	2.29
EV/EBITDA	13	17	14	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

宋怡桥, 中投证券研究所机械行业分析师, 清华大学工学博士、学士。2011 年加入中投证券研究所, 负责机床、仪器仪表、船舶制造、铁路设备和重型机械等子行业研究。msn:songyiqiao@hotmail.com。

欧阳俊, 中投证券研究所机械行业分析师, 中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所, 负责工程机械、冶金矿采化工设备和机械基础件等子行业研究。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434